فصلنامه علمی پژوهشی
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
سال دهم، شماره سی‌وسوم
بهار ۱۳۹۶

تجربه بازار سرمایه ایران در مورد اوراق بهادارسازی دارایی‌ها موردکاوی انتشار صکوک

علی نجفی مقدم[۱]

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۲/۸ تاریخ پذیرش: ۹۵/۲/۱۵

چکیده

در این مقاله مروری، ضمن بررسی تاریخچه اوراق‌بهادارسازی متعارف در کشورهای توسعه‌یافته، به مبانی اوراق بهادارسازی اسلامی و تفاوت‌های آنها با اوراق‌بهادارسازی متعارف اشاره شده است. در ادامه با توجه به اینکه مهم‌ترین ابزار اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها در کشورهای اسلامی، انواع مختلف صکوک است، ضمن معرفی این ابزار، آخرین آمار انتشارصکوک به تفکیک کشورها و نوع صکوک در سطح ملی و بین‌المللی آورده شده است. نتایج تحقیقات کاربردی در زمینه اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در ایران نیز جمع‌بندی و تجربه انتشار صکوک در ایران با ارائه آمار انتشار صکوک بررسی شده است و در نهایت با آسیب‌شناسی بازار اوراق بدهی،مشکلاتی جهت اوراق بهادار سازی در بورس اوراق بهادار ایران مشخص گردید که از آن جمله عبارتند از کم عمق بودن این بورس، طولانی شدن فرایند انتشار اوراق در بورس ایران، وجود ریسک تغییر ناگهانی نرخ بهره و ارز و ..که با توجه به چالشهای موجود مشخص گردید اوراق بهادار سازی برای توسعه بازار بورس در ایران الزامی است.

واژه‌های کلیدی: اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها، اوراق رهنی، بیع دین، صکوک.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، AliNajafiMoghadam@gmail.Com

Archive of SID
www.SID.ir

۱- مقدمه

فرآیند اوراق بهادارسازی دارایی‌ها که تا سال ۱۹۷۰ صنعت ناشناخته‌ای تلقی می‌شد، از طریق فروش وام‌های رهنی و توسط شرکت‌های دولتی در ایالات متحده آمریکا آغاز شد. از اوایل سال ۱۹۸۵ رشد سریعی را تجربه کرد و به‌عنوان شیوه جذاب تأمین منابع مالی موردتوجه همگان قرار گرفت.

پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌های آمریکا با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شده بودند. تا آن زمان تأمین مالی وام‌های مسکن از محل سپرده‌ها بود، در نتیجه حجم وام‌های بانکی محدود به حجم سپرده‌ها می‌شد. در دهه‌های قبل از دهه ۱۹۷۰، بانک‌ها فقط وام‌دهنده بودند و تا زمان سررسید وام یا بازپرداخت کل وام توسط وام‌گیرنده، وام‌ها را نگهداری می‌کردند. این وام‌ها معمولاً از طریق سپرده‌ها و بدهی تامین مالی می‌شدند که تعهد مستقیم بانک به‌شمار می‌رفت. پس از جنگ جهانی دوم، موسسات سپرده‌پذیر نتوانستند به سادگی به تقاضای فزآینده وام مسکن پاسخ دهند. بنابر این یکی از مهمترین مسائل و ضرورتها در راه توسعه بازار سرمایه ، اوراق بهادار سازی است که در این تحقیق ضمن بررسی این موضوع، تجربه بازار سرمایه ایران تبیین شده است.

۲- مبانی علمی و مروری بر پیشینه پژوهش

بانک‌ها و سایر واسطه‌های مالی، فرصت پیش‌آمده و روش‌های افزایش منابع تامین مالی را دریافتند. از این رو شرکت‌های تأمین سرمایه برای جذب سرمایه‌گذاران بیشتر، ابزارهای سرمایه‌گذاری توسعه دادند تا بتوانند ریسک اعتباری دارایی را از ریسک‌های مربوط به مالک تفکیک و جریانات نقدی ناشی از وام‌های اساسی را سازمان‌دهی کنند. اگر چه توسعه ساختارهای تبدیل رهن به اوراق‌بهادار چندین سال به طول انجامید، ولی اعتباردهندگان به سرعت فرآیند انتقال انواع دیگر وام‌ها را تشخیص دادند.

بازار وام‌های رهنی در ایالات متحده، نخستین نمونه از فرآیند تبدیل به اوراق بهادار کردن وام‌های رهنی مسکن بوده است. در این فرآیند، قراردادهای وام‌های رهنی متعلق به وام‌دهندگان اولیه به فروش می‌رسد، این وام‌ها به شکل جدیدی بسته‌بندی می‌شود و دوباره به سرمایه‌گذارانی فروخته می‌شود که به‌طور مستقیم از جریان درآمدهای ناشی از اصل و بهره، سود می‌برند.

دارایی‌های مالی که به‌عنوان پشتوانه این نوع اوراق‌بهادار به‌کار می‌روند، به دو دسته قابل تفکیک است: دارایی‌های مالی مشتری و دارایی‌های مالی تجاری. از گروه اول دارایی‌ها می‌توان به وام‌های خودرو، وام‌های اتومبیل‌های ون، وام‌های قایق‌های تفریحی، وام‌های مسکن، وام‌های تحصیلی و کارت-های اعتباری دریافتنی اشاره کرد. در گروه دوم دارایی‌ها نیز می‌توان وام‌های سرمایه‌گذاری در صنعت تکنولوژی اطلاعات، وام‌های ساخت مسکن، وام‌های راه‌اندازی کسب‌وکارهای کوچک، وام‌های تجهیزات کشاورزی، اعتبارات صادراتی و اسناد دریافتنی تجاری را نام برد. پشتوانه‌های عمده اوراق بهادار با پشتوانه دارایی،وام‌های خودرو، وام‌های رهنی و اسناد اعتباری دریافتنی است.

در مقایسه با اوراق قرضه شرکتی که دربرگیرنده دعوی کلی بر دارایی‌های تجاری یک شرکت است، ادعای اوراق‌بهادار با پشتوانه دارایی بر یک گروه ویژه از دارایی‌ها مقدم بر همه دعاوی دیگر است که توسط ناشر این اوراق،از دارایی‌های دیگر شرکت مجزا می-شود.به لحاظ تئوریک هر دارایی که جریانات نقدی آتی داشته باشد، می‌تواند به اوراق بدهی قابل عرضه در بازار تبدیل شود. در این تبدیل، دارایی‌های مورد نظر توسط مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار، رتبه‌بندی می‌شود و بر اساس رتبه اعلام‌شده آنها، اوراق‌بهادار منتشر می‌شود.

«تبدیل دارایی‌های مالی به اوراق‌بهادار و تفکیک آنها از ترازنامه بانی از طریق انتشار اوراق‌بهادار که در آن پرداخت‌ها به خریداران اوراق، بر اساس جریانات

Archive of SID
www.SID.ir

نقدی حاصل از گروه‌دارایی‌های مشخصی انجام می‌شود»، تعریف کلاسیکی است که از اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها ارائه شده است.اوراق منتشرشده به این روش، در زمره اوراق بدهی قرار می‌گیرند. اما در تعریف عام‌تر اوراق بهادارسازی دارایی‌ها، «تبدیل مجموعه‌ای از دارایی‌های غیرنقد اعم از دارایی واقعی یا مالی و انتشار اوراق بهادار به پشتوانه آنها» مدنظر است. حتی تبدیل اسناد پرداختی به اوراق‌بهادار یا همان تنزیل معکوس[1] را نیز می‌توان به‌نوعی اوراق بهادارسازی (بدهی‌ها) تلقی کرد!

به طور کلی در فرآیند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنی) به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد (بانی)، یک نهاد واسط[2]تأسیس می‌کند و آن دسته از دارایی‌های خود را که دارای جریان‌های نقدی آتی هستند، به این نهاد واسط می‌فروشد.

نهاد واسط برای اینکه وجه لازم برای خرید دارایی‌های مذکور را فراهم کند، اوراق بدهی با پشتوانه دارایی منتشر می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به‌دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانی پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی نهاد واسط، بازدهی کسب می‌کنند.بر خلاف اوراق قرضه دیگر، معمولاً اصل و بهره مبلغ سرمایه‌گذاری‌شده در اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی به صورت ماهانه به سرمایه‌گذار پرداخت می‌شود.

نکته قابل توجه دیگر در انتشار اوراق‌بهادار با پشتوانه دارایی، حفاظت از منافع دارندگان اوراق قرضه مؤسسه از طریق کاهش ریسک عدم پرداخت است. بدین‌منظور رتبه اعتباری اوراق‌بهادار با پشتوانه دارایی نسبت به دارایی‌های مالی پشتوانه بهبود داده می‌شود که از آن تحت عنوان «سازوکار افزایش اعتبار[3]» یاد می‌شود. از روش‌های مختلفی برای افزایش اعتبار اوراق‌بهادار با پشتوانه دارایی استفاده می‌شود.

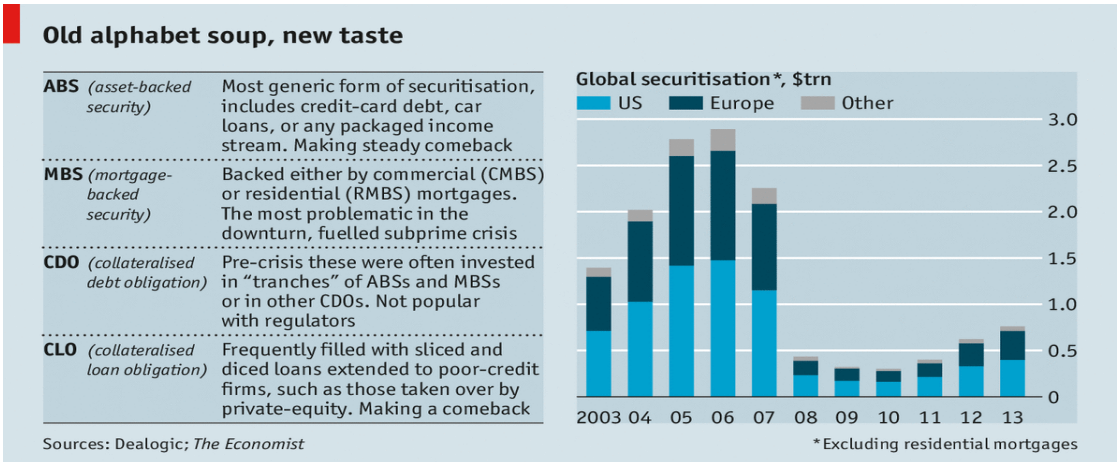
آزادشدن منابع برای مقاصد سرمایه‌گذاری مجدد از طریق تبدیل وام‌ها و اعتبارات در ترازنامه به اقلام خارج از ترازنامه، مدیریت بهتر دارایی‌ها و بدهی‌ها، بهبود نسبت‌های مالی و کفایت سرمایه بانی، کاهش هزینه استقراض برای وام‌گیرندگان اصلی و بانی، تجهیز سرمایه از گستره جغرافیایی وسیع‌تر، تخصیص کاراتر سرمایه با توجه در معرض ارزشگذاری قرارگرفتن دارایی‌ها وریسک و بازده متنوع اوراق برای سرمایه‌گذاران از جمله مزایای اوراق بهادارسازی دارایی‌هاست.

در جریان بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، نوک پیکان انتقادات، ابزارهای ناشی از اوراق‌بهادارسازی را نشانه رفته بود، در حالی‌که امروزه مشخص شده است که اعمال سیاست انبساطی پولی و کاهش مصنوعی نرخ‌های بهره بازاری از سال ۲۰۰۱، خطاهای دولت در بازار اعتبارات بانکی و وام‌های رهنی (اعطای وام به مشتریان با رتبه اعتباری اندک و اوراق بهادارسازی این وام‌های رهنی بی‌کیفیت) وخطاهای فدرال رزرو در تنظیم و تدوین قوانین مناسب و کارآ برای ساماندهی و نظارت بر مدیریت بهینه ریسک در بازارهای مالی و مسکن از ریشه‌های اصلی بحران به‌شمار می‌رفته‌اند. به همین دلیل است که پس از سال ۲۰۱۰، بر اساس آمار، اوراق بهادارسازی در بازارهای مالی دنیا روند رو به رشدی را تجربه کرده است.

Archive of SID
www.SID.ir



نمودار ۱- فرآیند اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها



نمودار ۲- روند روبه‌رشد اوراق‌بهادارسازی در دنیا پس از بحران مالی

منبع: دلوجیک و اکونومیست

۱-۲-تفاوت اوراق بهادارسازی اسلامی با اوراق بهادارسازی متعارف

در نظام‌های غیراسلامی، همه دارایی‌های با جریانات نقدی آتی را می‌توان به اوراق‌بهادار تبدیل کرد. در مبحث بیع دین نیز آرای فقهی متفاوت است. مشهور علمای اهل سنت، بیع دین را مجاز نمی‌دانند و از این‌رو امکان اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها از محل جریانات نقدی ایجادشده بابت تسهیلات اعطایی وجود ندارد. با این حال، فقه امامیه (مشهور فقهای شیعه) فروش دین در اسناد دین واقعی، چه به خود بدهکار و چه به شخص ثالث مانند بانک، چه به قیمت اسمی دین و چه به کمتر از آن را جایز می‌شمارند. شورای نگهبان نیز موضوع تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) را با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر ندانسته است. از این‌رو، امکان اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها در تسهیلات ایجادشده بر اساس قانون بانکداری بدون ربا در ایران وجود دارد.

تفاوت اوراق‌بهادارسازی از دیدگاه فقهای اهل سنت با اوراق‌بهادارسازی متعارف در جوامع غربی در جدول (۱) آورده شده است.

مزایای اوراق‌بهادارسازی اسلامی به شرح زیر است:

- ✓ یک معامله در بخش واقعی اقتصاد در پس‌زمینه فرآیند اوراق‌بهادارسازی وجود دارد؛
- ✓ هر کدام از طرف‌های معامله در فرآیند اوراق بهادارسازی در ریسک و بازده سهیم هستند؛
- ✓ دارایی‌های پشتوانه اوراق، مطالبات ناشی از تسهیلات نیست؛
- ✓ دارایی‌های پشتوانه و تعهدات اوراق بهادارسازی شده، هدف سفته‌بازی را دنبال نمی‌کنند.

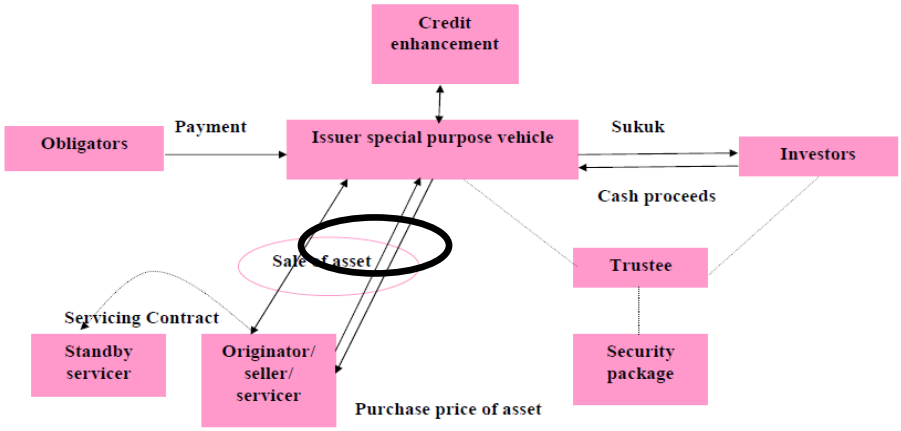
به عبارت دیگر، مدل عملیاتی در اوراق بهادارسازی اسلامی تقریباً همانند اوراق‌بهادارسازی متعارف است، با این تفاوت که خرید و فروش دارایی واقعی در فرآیند رخ می‌دهد.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۱- تفاوت اوراق‌بهادارسازی متعارف و اسلامی

اوراق‌بهادارسازی متعارف	اوراق‌بهادارسازی اسلامی (انتشار صکوک)
بدهی‌های مشتریان به اوراق‌بهادار تبدیل می‌شود و سرمایه‌گذاران این اوراق را خریداری می‌کنند.	اوراق بهادارسازی اسلامی مبتنی بر دارایی است.
فقط زمانی امکان‌پذیر است که بدهی‌های مالی به کسر فروخته شوند.	سرمایه‌گذاران، در مالکیت/انتفاع از دارایی مشهود پشتوانه سهیم می‌شوند.
قیمت‌گذاری اوراق به‌شدت به تغییرات نرخ بهره و رتبه ریسک اعتباری بستگی دارد.	درآمد سرمایه‌گذاران از محل به‌کارگیری دارایی در کسب‌وکار واقعی حاصل می‌شود.
معاملات ثانویه مطالبات اوراق بهادارسازی‌شده کاملاً متداول است.	-
به سرمایه‌گذاران، کوپن ثابتی پرداخت می‌شود.	درآمد/سود نمی‌تواند بی‌ارتباط به دارایی یا تضمین‌شده باشد.
دارایی‌های پشتوانه این اوراق‌بهادار، دارایی‌های مالی (پول و مطالبات) است.	دارایی‌های پشتوانه این اوراق‌بهادار، دارایی‌های مشهود واقعی یا حداقل ترکیبی از دارایی‌هایی مشهود با دارایی‌های دیگر است، به‌طوری‌که سهم دارایی‌های مشهود بیشتر از دارایی‌های مالی (پول و مطالبات) است.



نمودار ۳- مدل عملیاتی در اوراق بهادارسازی متعارف و اسلامی

بر این اساس، اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها از منظر فقهای اهل سنت در قالب عقود اسلامی ایجادشده در فرآیند اوراق‌بهادارسازی و انتشار انواع مختلف صکوک امکان‌پذیر است که در ادامه توضیح داده می‌شود.

۲-۲- اوراق بهادارسازی اسلامی از طریق صکوک

در دهه ۱۹۹۰، همزمان با گسترش ساختارهای مختلف معاملات مالی توسط بانک‌های اسلامی، ایده استفاده از ابزارهای مالی اسلامی نیز تشدید شد. ایده انتشار صکوک اجاره برای نخستین بار توسط منذرقحف در مقاله معروف وی با عنوان «استفاده از اوراق اجاره دارایی برای پوشش شکاف بودجه» در سال ۱۹۹۷ مطرح شد و پس از بررسی جزییات، عملیات آن انتشار آن آغاز شد. استفاده از عبارت صکوک برای ابزارهای مالی اسلامی برای نخستین بار در سال ۲۰۰۲ در جلسه فقهی بانک توسعه اسلامی پیشنهاد شد. بعد از آن سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی، ۱۴ نوع صکوک

www.SID.ir

سرمایه‌گذاری را معرفی کرد. منظور از صکوک سرمایه‌گذاری، صکوکی است که سرمایه‌گذاران با خرید آن انتظار کسب انتفاع دارند. صکوک جمع کلمه عربی صکاست که معرب واژه چک در زبان فارسی است. در عرف زبان عربی این واژه به حواله، انواع سفته، سند و هر آنچه که تعهد یا اقراری از آن برداشت شود، اطلاق می‌شود. صکوک، در واقع اوراق بهادار اسلامی جایگزین اوراق قرضه با بهره ثابت است. این اوراق به واسطه درگیر کردن یک دارایی مشخص فیزیکی و قراردادهایی مانند اجاره، مرابحه و مضاربه با اصول شریعت انطباق دارد.

براساس تقسیم‌بندی سازمان حسابداری و حسابرسی نهادهای مالی اسلامی (AAOIFI)، چهارده نوع صکوک سرمایه‌گذاری به شرح زیر وجود دارد:

جدول ۲- انواع صکوک

صکوک مشارکت	صکوک اجاره
صکوک مرابحه	صکوک مضاربه
صکوک سلم	صکوک استصناع
صکوک مزارعه	صکوک مساقات
صکوک ارائه خدمات	صکوک حق‌الامتیاز
صکوک نماینده سرمایه‌گذاری	صکوک مالکیت دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود.
صکوک مالکیت منافع دارایی(های) موجود	صکوک مالکیت منافع دارایی(هایی) که در آینده ساخته می‌شود.

یکی از جدیدترین انواع صکوک، اوراق وکالت است. این اوراق همان‌طورکه از نامش پیداست به معنای وکالت‌دادن یک طرف به طرف دیگر است. به‌عبارت دیگر نهاد واسط از طرف سرمایه‌گذاران قراردادی را با یک وکیل منعقد می‌کنند و وکیل موظف است وجوه جمع‌آوری‌شده سرمایه‌گذاران را در دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری کرده و آن را از طرف سرمایه‌گذاران طی مدت معینی، با هدف کسب بازده توافق‌شده مدیریت کند. نهاد واسط و وکیل در قراردادی به نام قرارداد وکالت، دامنه خدمات، کارمزد وکیل و سایر موارد را توافق می‌کنند.

اوراق وکالت به ویژه در مواردی کاربرد دارد که دارایی قابل‌استفاده برای بانی به‌عنوان پشتوانه انتشار اوراق، به‌جای دارایی مشهود، پرتفوی سرمایه‌گذاری یا دارایی‌ها باشد. وکیل از تخصص و دانش خود برای انتخاب و مدیریت سرمایه‌گذاری مناسب برای رسیدن به بازده توافق شده استفاده خواهد کرد و هر بازده‌ای مازاد بر مقدار توافق‌شده به دلیل عملکرد خوب وکیل به وی خواهد رسید.

اوراق وکالت مزایای متعددی دارد، از جمله اینکه پرتفوی دارایی‌ها می‌تواند طیف گسترده‌ای از دارایی-های موردقبول را دربرگیرد که توسط وکیل برای مدت زمانی مطابق با طول دوره اوراق انتخاب می-شود. هرچند معیارهای انتخاب دارایی باید توسط هیئت شریعت کشور متبوع تصویب و منتشر شده باشد، با وجود این، طیف دارایی‌های قابل استفاده وسیع بوده و می‌تواند شامل سهام (سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس)، سایر دارایی‌های موردقبول شریعت (مانند مرابحه، استصناع و سایر اوراق صکوک) یا حتی انواع اوراق مشتقه باشد.

اوراق وکالت به بانی امکان می‌دهد که از دارایی-های خاصی که نمی‌توانند (بر اساس نظر فقهای اهل سنت) در بازار ثانویه خرید و فروش شوند، مانند مرابحه و استصناع، استفاده کند. اوراق مرابحه و استصناع، قراردادهای بدهی و دارایی‌های مالی هستند که به‌عنوان دارایی برای اهداف خرید و فروش مناسب نیستند، اما می‌توانند به‌عنوان بخشی از پرتفوی دارایی‌ها قرار بگیرد. بنابراین بانی می‌تواند انواع مختلف دارایی‌ها را که خود به تنهایی با معیارهای دارایی مشهود مطابقت ندارند را انتخاب و به‌طور موثری از آنها استفاده کند. در مجموع اوراق وکالت به‌ویژه برای بانک‌ها و موسسات مالی اسلامی که تمایل به تملک حجم زیادی از اوراق مرابحه و استصناع دارند، می‌تواند مفید باشد.

Archive of SID
www.SID.ir

۳-۲- آمار انتشار صکوک به تفکیک کشورها

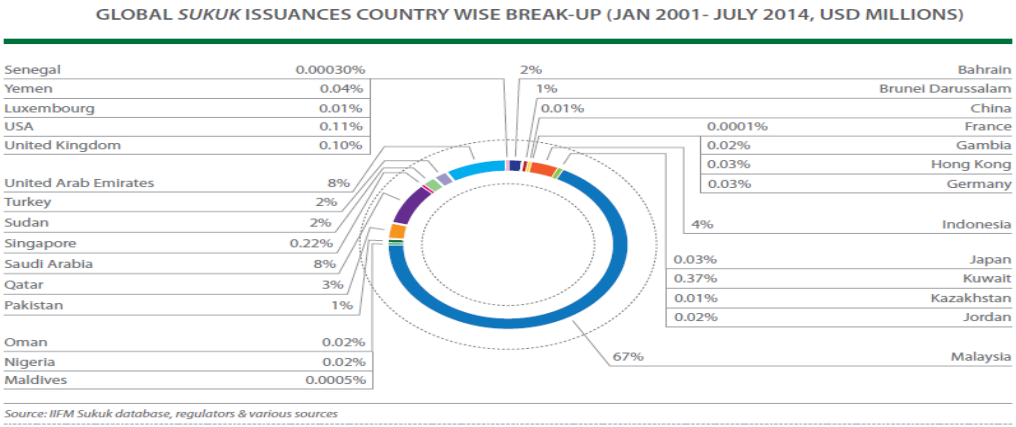
در دهه اخیر، صکوک به عنوان ایده‌ای نو در تأمین مالی اسلامی، بسیار مورد توجه قرار گرفته است. نکته جالب توجه آن است که انتشار صکوک در بازارهای کشورهای غیراسلامی نیز رواج دارد و آمارها از روند رو به‌رشد انتشار انواع مختلف اوراق صکوک در کشورهای اروپایی و آمریکا حکایت دارد.

بر اساس آخرین گزارش صکوک سازمان بین‌المللی بازار مالی اسلامی (IIFM) که در نوامبر ۲۰۱۴ منتشر شده است، مالزی با تصاحب ۶۷ درصد بازار و حجم اوراق بالغ بر ۸۲/۴ میلیارددلار، با فاصله زیاد از سایر کشورها، رتبه نخست را به خود اختصاص داده است.

سهم کشورهای مختلف منطقه نیز از حجم کل صکوک انتشار یافته در دنیا بدین شرح است؛ عربستان سعودی (۸ درصد)، امارات متحده عربی (۸ درصد)، اندونزی (۴ درصد)، ترکیه (۲ درصد)، قطر (۳ درصد) و بحرین (۲ درصد).

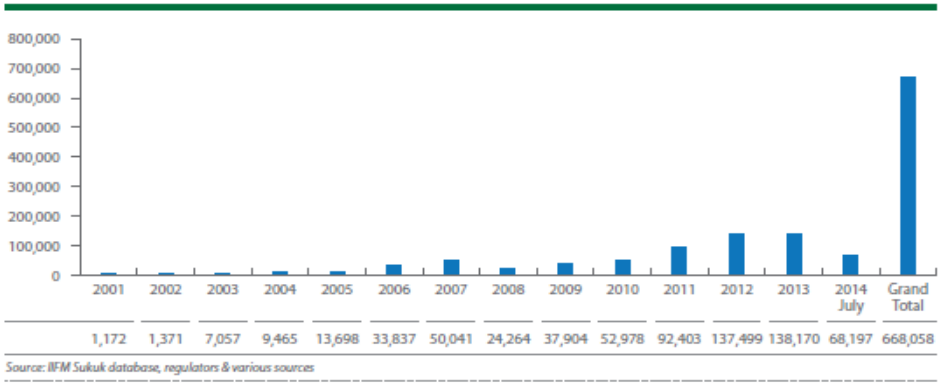
بر اساس نمودار (۶) در اوراق صکوک انتشاریافته در سطح بین‌المللی، صکوک اجاره به‌لحاظ حجم انتشار در رتبه نخست قرار دارد. صکوک وکالت، صکوک مرابحه و صکوک مضاربه در رتبه‌های بعدی قرار دارند.

بر اساس نمودار (۷)، در اوراق صکوک انتشار یافته محلی، صکوک مرابحه به‌لحاظ حجم انتشار در رتبه نخست قراردارد.



نمودار ۴) سهم کشورهای مختلف منطقه نیز از حجم کل صکوک انتشاریافته در دنیا

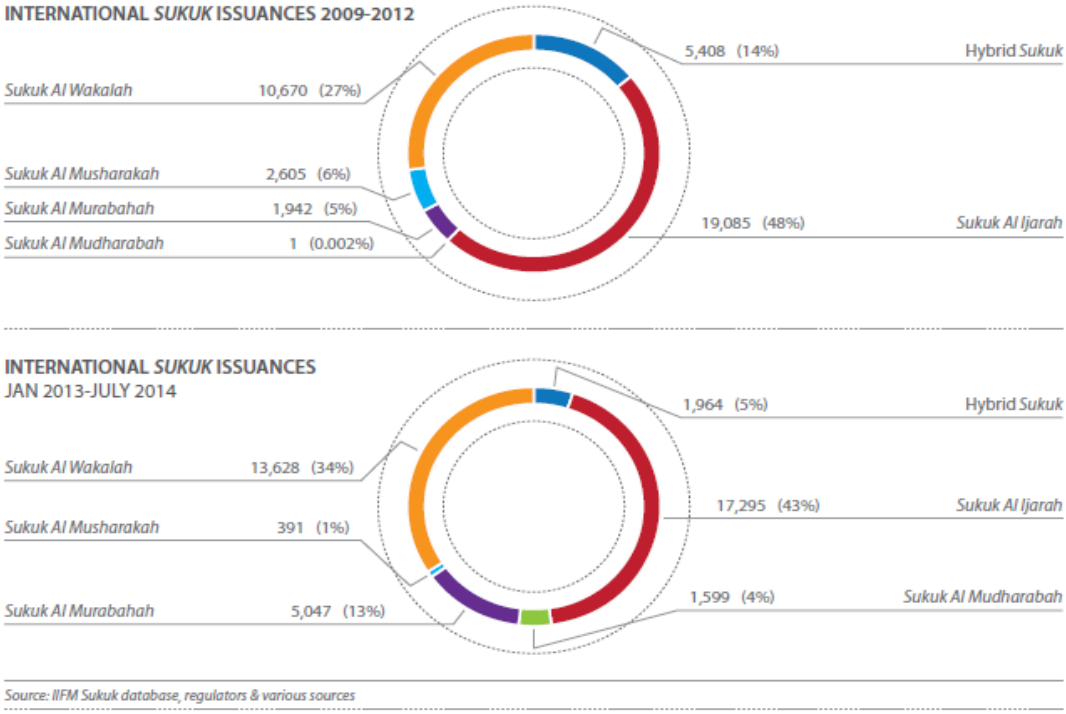
(آخرین گزارش صکوک سازمان بین‌المللی بازار مالی اسلامی (IIFM)در نوامبر ۲۰۱۴)



نمودار ۵) روند انتشار اوراق صکوک از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۴

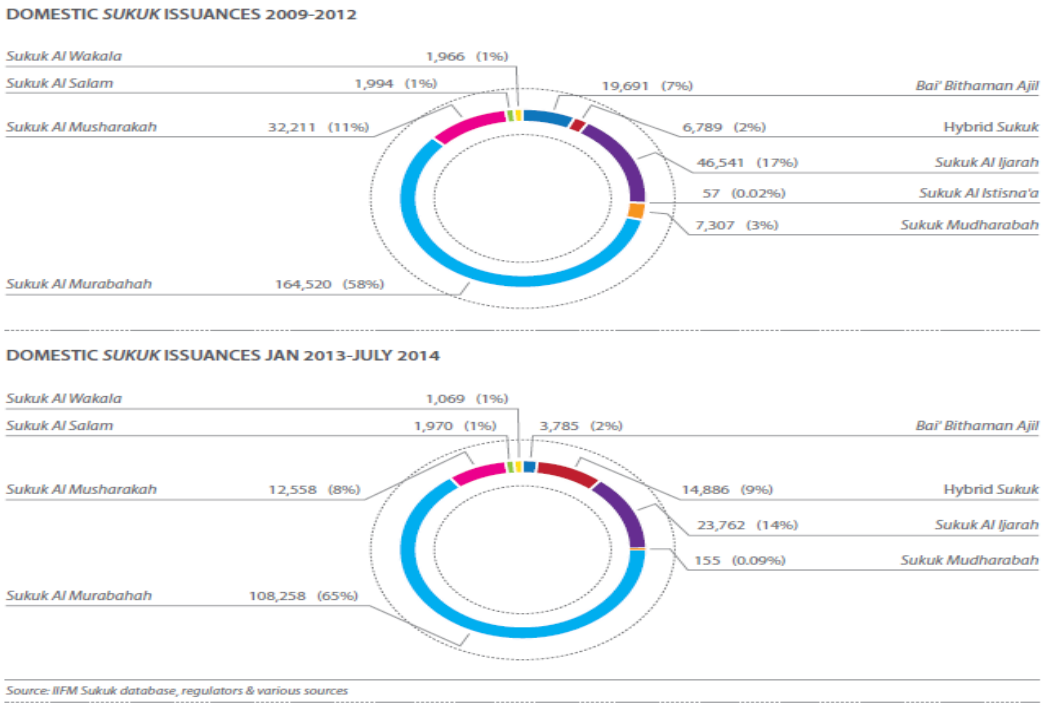
(آخرین گزارش صکوک سازمان بین‌المللی بازار مالی اسلامی (IIFM)در نوامبر ۲۰۱۴)

www.SID.ir



نمودار ۶) آمار انتشار صکوک بین‌المللی (ارقام به میلیون دلار)

(آخرین گزارش صکوک سازمان بین‌المللی بازار مالی اسلامی (IIFM)در نوامبر ۲۰۱۴)



نمودار ۷) آمار انتشار صکوک محلی (ارقام به میلیون دلار)

(آخرین گزارش صکوک سازمان بین‌المللی بازار مالی اسلامی (IIFM)در نوامبر ۲۰۱۴)

www.SID.ir

۴-۲- پیشینه اوراق بهادارسازی دارایی‌ها در ایران

تحقیقات کاربردی انجام‌شده در ایـران در مـورد اوراق بهادارسازی دارایی‌ها به شرح جدول شماره سـه خلاصه شده است.

جدول ۳- پیشینه تحقیقات کاربردی در مورد اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها در ایران

عنوان تحقیق	نگارندگان	سال انتشار	چکیده تحقیق
تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی	جعفری و الله‌قلی	۱۳۸۷	ضمن معرفی اوراق رهنی و سابقه انتشار آن در کشورهای توسعه‌یافته، ساختاری برای انتشار اوراق در ایران با بررسی ویژگی‌های بازار مالی و مسکن ایران ارائه شده است.
اوراق مشارکت رهنی؛ ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها	سروش	۱۳۸۷	ضمن بررسی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، ابزاری جایگزین با عنوان اوراق مشارکت رهنی برای تأمین مالی بانک‌ها، به‌ویژه در بخش مسکن، ارائه شود.
اوراق مشارکت رهنی؛ راهکار تأمین مالی بخش مسکن	سعیدی	۱۳۸۸	ضمن امکان‌سنجی انتشار اوراق رهنی به لحاظ فقهی و مالیاتی، روابط قیمت‌گذاری اوراق رهنی نیز ارائه شده است.
امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی، مطالعه موردی بانک ملی ایران	سعیدی-کرد	۱۳۸۹	با توجه به قوانین نظام بانکداری بدون ربا و با استفاده از مصوبه‌های شورای نگهبان و کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق‌بهادار، احکام مربوط به امکان‌سنجی فقهی اوراق بررسی شده و در بعد اقتصادی نیز ضمن بررسی جریانات نقدی ورودی و خروجی تسهیلات و هزینه‌های اجرایی، این نتیجه حاصل شده است که انتشار اوراق رهنی برای بانک ملی ایران به‌لحاظ اقتصادی توجیه‌پذیر است.
تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق‌بهادار در بانکداری بدون ربا	موسویان	۱۳۸۹	به اهداف، عملکرد و آسیب‌شناسی تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق‌بهادار و طراحی ابزار مالی مناسب برای این منظور و تبیین ویژگی‌های آن در بانکداری ایران پرداخته شده است..
اوراق‌بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق‌بهادار در بانکداری بدون ربا	موسویان	۱۳۹۰	مطالب ارائه‌شده در تحقیقات قبلی جمع‌بندی و دو مدل عملیاتی ارائه و ریسک آنها بررسی شده است.
تبدیل به اوراق‌بهادارسازی املاک و مستغلات	علی‌زاده-سیف‌الدینی	۱۳۹۲	الزامات اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های ملکی آماده بهره برداری و در حال ساخت مورد بررسی قرار گرفته و ویژگی‌های هر کدام از این انواع تبدیل به اوراق بهادارسازی تشریح شده است. نیازهای زیرساختی و مقرراتی لازم برای پیاده‌سازی این روش تأمین مالی در ایران و ریسک‌های خاص تبدیل به اوراق بهادارسازی پروژه های ساختمانی در حال ساخت ارائه شده است.
تجزیه وتحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های شبکه بانکی	اسلامی میلانی	۱۳۹۲	تشریح ساز و کار به‌کارگرفته‌شده در فرآیند اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها، و انواع دارایی‌هایی که در شبکه بانکی قابل تبدیل به اوراق‌بهادار هستند، بررسی شده‌اند و چارچوب‌های قانونی ضروری مورد توجه قرار گرفته و پیشنهادات مشخص برای نحوه تنظیم قوانین و مقررات لازم ارائه شده است.
تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن قراردادهای واسپاری	رادپور-وکیلی‌نیا	۱۳۹۳	«تبدیل به اوراق بهادار کردن قراردادهای واسپاری» و کارکردهای اقتصادی آن به‌عنوان ابزار نوین تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ تشریح شده و این‌گونه نتیجه‌گیری کرده است که این ابزار روشی اثربخش برای تأمین مالی شرکت‌های لیزنگ است و در نهایت ملاحظات اقتصادی و قانونی تبدیل به اوراق‌بهادارکردن قراردادهای واسپاری ارائه شده است.

Archive of SID
www.SID.ir

بر اساس یافته‌های پژوهش‌های پیش‌گفته، تسهیلات بانکی را با نگاه تبدیل آنها به اوراق‌بهادار می‌توان در سه گروه طبقه‌بندی کرد:

۱) تسهیلات منتهی به دیون؛
۲) تسهیلات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده ثابت؛
۳) تسهیلات منتهی به تملک دارایی فیزیکی با بازده انتظاری

که از این میان، فروش اقساطی و اجاره به‌شرط تملیک اولویت دارد و گزینه‌های قابل‌تأمل در گام نخست برای اوراق‌بهادارسازی دارایی‌ها در ایران به شرح زیر است:

(۱) تسهیلات رهنی: در شبکه بانکی کشور حجم وسیعی از کل وام‌های رهنی در اختیار بانک مسکن قرار دارد. با توجه به محدودیت منابع، بانک مزبور می‌تواند با اتکا به مجموعه وثایق وام‌های رهنی خود، اوراق رهنی در بازار ثانویه منتشر کند. رونق بخش مسکن در شرایط کنونی در گروی تقویت اصولی بازار وام‌های رهنی تحت عنوان بازار اولیه و گسترش بازار ثانویه این نوع وام‌هاست. اعطاکننده وام رهنی در ایران (بانک مسکن) در شرایط کنونی حق انتخاب ندارد و باید تا سررسید، وام‌های رهنی اعطایی را در ترازنامه خود نگه دارد.نخستین تلاش برای فروش اوراق بهادار به‌پشتوانه وام‌های رهنی بانک مسکن در سال ۸۵ توسط شرکت تأمین سرمایه نوین انجام شد که با توجه به مصادف‌بودن آن با بحران مالی سال ۲۰۰۷ و ذهنیت منفی دولت نسبت به این ابزار اجرایی نشد. ماحصل این تلاش‌ها در آن زمان، تصویب «مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی مؤسسات اعتباری به اوراق‌بهادار» بود. اما با توجه به روشن‌شدن نقش مقررات‌گذاری اندک و سیاست‌های اشتباه دولت آمریکا در تسهیلات‌دهی به اشخاص با رتبه اعتباری پایین، و نیز کاهش توان تسهیلات‌دهی بانک‌ها و رکود حاکم بر بخش مسکن، هم‌اکنون می‌توان به‌نحو مؤثرتری بر اساس درس‌آموخته‌های بحران مالی به طراحی سازوکار بازار رهن ثانویه اندیشید.با توجه عدم انتشار اوراق بهادار مبتنی بر وام‌های رهنی تاکنون، نگرانی کمتری بابت حجم اوراق نسبت به تولید ناخالص ملی وجود دارد. با این‌حال نباید از درس‌آموخته‌های بحران مالی جهانی از قبیل مقررات‌گذاری مناسب، تجمیع و گروه‌بندی وام‌های باکیفیت و عدم انتشار اوراق پیچیده مبتنی بر تسهیلات بانکی، غافل شد.

(۲) شرکت‌های لیزینگ: همه شرکت‌هایی که در قالب قراردادهای اجاره به شرط تملیک اقدام به واگذاری دارایی‌های فیزیکی خود به اشخاص می‌کنند، می‌توانند این مطالبات خود را مشابه مطالبات ناشی از وام‌های رهنی به اوراق‌بهادار تبدیل کنند

(۳) دارایی‌های ثابت دولت: صکوک اجاره می‌تواند با هدف تأمین نقدینگی از محل فروش و اجاره مجدد دارایی‌های ثابت دولت منتشر شود. پیشنهاد می‌شود در انتشار اوراق اجاره به شرط تملیک، با توجه به انتقال نهایی مالکیت اموال به دولت، نیازی به تأیید خزانه‌داری کل کشور نباشد.

۳- روش شناسی پژوهش

روش تحقیق حاضر، شناخت تاریخی با بررسی کتب، مقالات و پایان نامه ها و رساله های تحقیقاتی استکه به شیوه کتابخانه ای جمع آوری و با هدف توسعه دانش مالی در حوزه کاربردی تبیین و تحلیل نتایج آن ارائه شده و ازجمله مقالات پژوهشی است

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- سهم بازار سرمایه در تأمین مالی

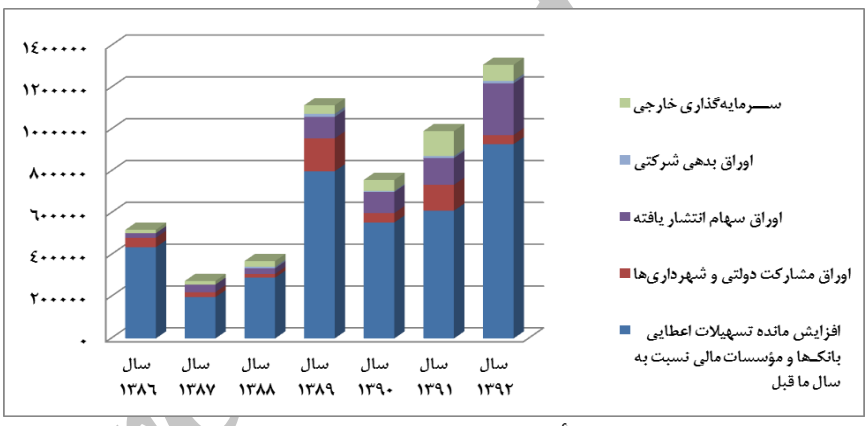
بر اساس آخرین آمار انتشار یافته توسط سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۲ همچنان بیش از ۷۴ درصد تأمین مالی از طریق نظام بانکی انجام شده و سهم بازار سرمایه از این میان فقط ۲۰ درصد بوده است. این در حالی است که در بسیاری از کشورهای توسعه یافته، بازارهای سرمایه نقش تأمین مالی

Archive of SID
www.SID.ir

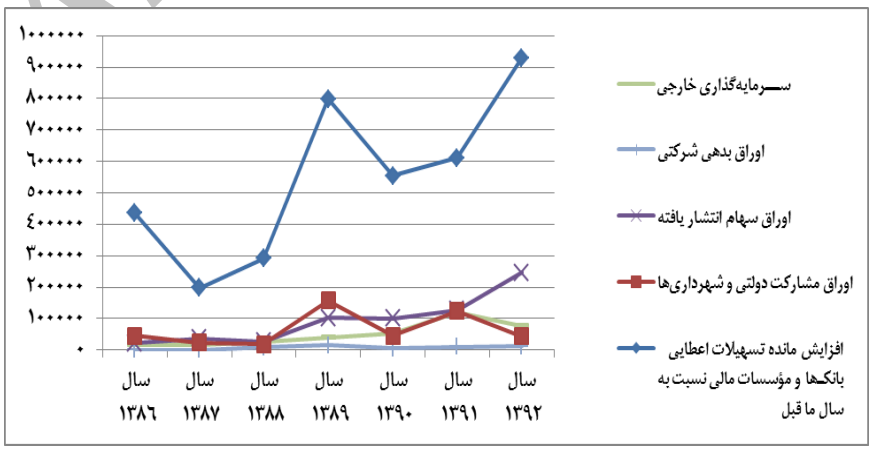
بنگاه‌ها و پروژهای بزرگ را در افق درازمدت ایفا می‌کنند و شبکه بانکی بر تأمین سرمایه در گردش شرکت‌های کوچک و متوسط و تأمین مالی اشخاص متمرکز است.

سهم اندک بازار سرمایه در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی بیش از آنکه ناشی از محدودیت‌های بازار سرمایه باشد، نتیجه ساختار اقتصادی کشور است. وجود یک دولت بزرگ با منابع فراوان و شبکه بانکی متصل به منابع دولتی، فرصت چندانی برای رشد بازار سرمایه باقی نگذاشته است. به‌طوری‌که مهمترین دلیل بانک‌پایه بودن اقتصاد کشور را می‌توان عدم اجرای صحیح سیاست‌های اصل ۴۴ دانست. با دولتی و شبه‌دولتی ماندن بسیاری از واحدهای اقتصادی بزرگ کشور، راهی جز مراجعه آنها به نظام بانکی برای رفع نیازهای مالی‌شان باقی نمانده است. ارزان بودن تأمین مالی از شبکه بانکی و غلبه مالکیت دولتی بر بخش بانکی نیز باعث شده است تا شرکت‌ها همچنان تمایل به استفاده از منابع بازار پول داشته باشند و بخش عمده‌ای از عدم کارایی خود را با استفاده از منابع ترجیحی بانک‌ها پوشش دهند.

این دو عامل باعث شده است شبکه بانکی کشور طی چند سال گذشته بسیار فراتر از توان خود تسهیلات اعطا کرده‌اند که در نهایت با مطالبات معوقه نزدیک به ۸۲ هزار میلیارد تومانی (با در نظر گرفتن مطالبات تکلیفی این رقم حدود ۱۲۰ هزار میلیارد تومان برآورد می‌شود)، سلامت نظام بانکی در معرض تهدید قرار گرفته است.



نمودار ۸- سهم بازار پول و سرمایه در تأمین مالی از سال ۱۳۸۶ تا انتهای سال ۱۳۹۲(ارقام به میلیاردریال)



نمودار ۹- روند تغییرات تأمین مالی از سال ۱۳۸۶ تا انتهای سال ۱۳۹۲(ارقام به میلیاردریال)

www.SID.ir

جدول ۴- کل صکوک اجاره و مرابحه منتشرشده در بازار سرمایه ایران تا انتهای سال ۱۳۹۳

ردیف	بانی	نوع اوراق	دارایی	مبلغ اوراق (میلیون ریال)	نرخ (درصد)	مدت اوراق (سال)
۱	ماهان	اجاره	یک فروند هواپیمای Airbus 300B4 – 605R	۲۹۱،۵۰۰	۲۰	۴
۲	بانک سامان	اجاره	۸ باب ساختمان	۱،۰۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۳	مدیریت سرمایه‌گذاری امید	اجاره	۳ قطعه زمین	۱،۰۸۷،۰۰۰	۲۰	۴
۴	ماهان ۲	اجاره	۴ فروند هواپیما	۹۱۴،۲۵۰	۲۰	۴
۵	جوپار	اجاره	۲۶۱ واگن باری، ۳۰ واگن مسافری و ۲ واگن رستوران	۴۱۵،۲۵۰	۲۰	۴
۶	سرمایه‌گذاری مسکن	اجاره	ساختمان دفتر مرکزی شرکت	۲۳۸،۰۰۰	۲۰	۴
۷	لیزینگ جامع سینا	اجاره	۲۵ بابت مغازه	۱۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۸	لیزینگ رایان سایپا	اجاره	سه دستگاه آپارتمان	۲۲۷،۸۶۵	۲۰	۴
۹	مپنا ۱	اجاره	شش دستگاه توربین نیروگاه گازی توس	۲،۰۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۰	بوتان	مرابحه	مواد اولیه به منظور تولید آبگرمکن	۳۰۱،۳۰۶	۲۰	۲
۱۱	نفت پارس	اجاره	بخشی از ماشین آلات و تجهیزات تولیدی	۱،۰۴۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۲	چادرملو	اجاره	ماشین‌آلات و تجهیزات خط پنجم تولید کنسانتره سنگ آهن	۱،۵۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۳	مپنا ۲	اجاره	بخشی از ماشین‌آلات و تجهیزات نیروگاه گازی توس	۱،۹۷۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۴	واسپاری سپهر صادرات	اجاره	۲۰ دستگاه آپارتمان اداری و ۱ دستگاه آپارتمان تجاری	۴۰۰،۰۰۰	۲۰	۲/۵
۱۵	شرکت خدمات ارتباطی رایتل	اجاره	تجهیزات سایت های Access Net	۳،۰۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۶	دانا پترورینگ کیش	اجاره	دو دستگاه دکل حفاری خشکی ۲۰۰۰ اسب بخار Z170/4500D	۷۷۵،۰۰۰	۲۰	۴
۱۷	گلوکوزان	مرابحه	ذرت خشک	۲۰۰،۰۰۰	۲۰	۲
۱۸	پتروشیمی قائد بصیر	اجاره	ماشین‌آلات خط تولید واحد ۱۰۰ تولید گرانول SANو ماشین‌آلات خط تولید واحد ۲۰۰ تولید پودر ABS POWDER.	۵۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۱۹	بوتان	اجاره	۲ آپارتمان اداری تجاری در تهران و دو ملک در ساوه	۹۲۸،۶۰۰	۲۰	۴
۲۰	مجتمع کاشی و سنگ پرسپولیس یزد	اجاره	ماشین آلات و تجهیزات تولید کاشی	۳۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۲۱	فولاد کاوه جنوب کیش	اجاره	ماشین آلات و تجهیزات	۲،۰۰۰،۰۰۰	۲۰	۴
۲۲	پترواميد آسیا	اجاره	مجموعه اداری ونک و یک دستگاه دکل حفاری نفتی خشکی HP۲۰۰۰	۵۲۹،۱۸۴	۲۰	۴
۲۳	تولیدی موتور، گیربکس و اکسل سایپا- مگاموتور	مرابحه	مواد و کالای مورد استفاده در تولید محصولات	۱،۰۰۰،۰۰۰۰	۲۰	۲
	جمع کل اوراق			**۲۰،۷۱۷،۹۵۵**		

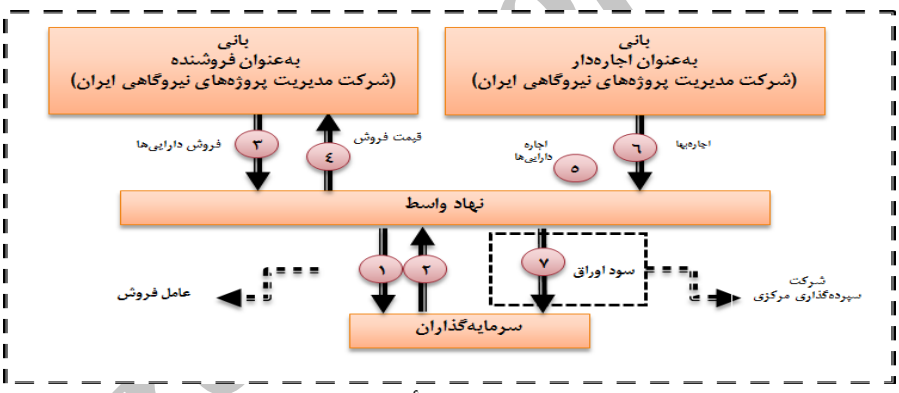
۲-۴- تجربه اوراق بهادارسازی دارایی‌های موجود در شرکت مپنا از طریق انتشار صکوک اجاره با هدف تأمین نقدینگی

شرکت مدیریت پروژه‌های نیروگاهی ایران (مپنا)در دو مرحله به پشتوانه دارایی‌های موجود در نیروگاه گازی طوس از طریق انتشار اوراق اجاره از طریق بازار سرمایه تأمین مالی حدود ۴۰۰ میلیارد تومان تأمین مالی کرده است که مشخصات دارایی مبنای انتشار و فرآیند انتشار در ادامه آورده شده است:

Archive of SID
www.SID.ir

جدول ۵) مشخصات دارایی‌های مبنای صکوک اجاره مپنا

مرحله اول	
مشخصات	شش دستگاه توربین گازی و ملحقات مربوطه ساخت شرکت توگا ایران (لیسانس زیمنس) با فیلترهای هوا و کانال های ورودی هوا متعلق به نیروگاه گازی توس که در استان خراسان رضوی با ظرفیت کل ۹۵۴ مگاوات به بهره‌برداری رسیده است.
ارزش و قیمت فروش	ارزش این شش دستگاه توربین گازی بر اساس گزارش ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری ۲,۳۰۰ میلیارد ریال و قیمت فروش این دارایی‌ها نیز ۲,۰۰۰ میلیارد ریال درنظرگرفته شده است.
باقیمانده عمر مفید	باقیمانده عمر مفید این شش دستگاه توربین گازی به مدت ۱۵ سال است.
مرحله دوم	
مشخصات	بخشی از ماشین آلات و تأسیسات نیروگاه گازی طوس که در استان خراسان رضوی با ظرفیت کل ۹۵۴ مگاوات، بر مبنای قرارداد تبدیل انرژی (ECA) و به روش ساخت، مالکیت و بهره‌برداری (B.O.O.) توسط شرکت مپنا به بهره‌برداری رسیده است.
ارزش و قیمت فروش	ارزش این دارایی‌ها بر اساس گزارش ارزشگذاری کارشناسان رسمی دادگستری ۲,۲۳۵,۱۸۷ میلیون ریال و قیمت فروش دارایی‌ها نیز ۱,۹۷۰,۰۰۰ میلیون ریال در نظر گرفته شده است.
باقیمانده عمر مفید	باقیمانده عمر مفید این تأسیسات برق رسانی، تأسیسات آبرسانی و آتش‌نشانی، تأسیسات سوخت و حرارت‌رسانی، تأسیسات هوای فشرده، ماشین‌آلات کارگاهی، تجهیزات آزمایشگاهی و ماشین‌آلات تولید برق بین ۱۲ تا ۱۸ سال است.



نمودار ۱۰) ساختار انتشار صکوک اجاره به‌منظور تأمین نقدینگی (اتحاد فروشنده و اجاره‌دار)

۵- نتیجه گیری و بحث

اوراق بهادار سازی از موضوعات نو ظهور بازار سرمایه ایران است که در این پژوهش به عنوان یک تجربه ارائه شده است.

تنوع اندک ابزارهای تأمین مالی در بازار سرمایه و مزیت‌سازی نه‌چندان قابل توجه برای ابزارهای بورسی، در کنار موانع و مشکلات پیش‌روی ابزارهای موجود، باعث شده است که آن دسته از شرکت‌هایی که با ابزارهای تأمین مالی از طریق این بازار آشنایی دارند، تمایل چندانی به استفاده از این ابزارها نداشته باشند و مزیت تأمین مالی از طریق این ابزارها یعنی امکان تأمین مالی در حجم زیاد و افق درازمدت است، مغفول بماند. در مقایسه با رقیب دیرینه بازار سرمایه یعنی بازار پول، می‌توان به موانع زیر اشاره کرد که به عنوان یافته های قابل استفاده در بازار سرمایه ارائه نمود:

- عمق اندک بازار سرمایه و عدم اطمینان بنگاه‌های اقتصادی به فراهم‌شدن نقدینگی موردنیاز در موعد مقرر،

www.SID.ir

- شبکه توزیع گسترده و قدمت بیشتر بانک‌ها و آشنایی عامه مردم با آنها و در نتیجه دسترسی بانک‌ها به حجم بیشتری از منابع،
- طولانی‌بودن فرآیند انتشار اوراق تأمین مالی و کسب مجوزهای لازم در بازار سرمایه (فرآیند افزایش سرمایه شرکت‌های بورسی از محل آورده نقدی و مطالبات سهامداران بین ۴ ماه تا ۱۰ ماه و انتشار اوراق بدهی حدود ۵ ماه طول می‌کشد)،
- تعدد ارکان درگیر در فرآیند انتشار اوراق بدهی در مقایسه دریافت تسهیلات از بانک‌ها،
- الزام افشای عمومی اطلاعات مالی شرکت‌ها در انتشار اوراق بدهی بورسی که معمولاً شرکت‌ها تمایلی به آن ندارند،
- بالابودن نرخ تأمین مالی از طریق بازار سرمایه در مقایسه با نرخ تسهیلات بانکی به دلایل متعدد از جمله اقبال بیشتر سرمایه‌گذاران به سپرده‌های بانکی و اوراق مشارکت بانکی در مقایسه با اوراق بدهی بورسی،
- مقایسه انتشار صکوک با دریافت تسهیلات از شبکه بانکی
- ریسک جبران تغییر نرخ سود اوراق توسط بانی که در دریافت تسهیلات از شبکه بانکی چنین ریسکی وجود ندارد،
- ریسک نکول ناشر در پرداخت اقساط سود در بازار سرمایه در مقایسه با امکان استمهال از بانک‌ها،
- پرداخت دوره‌ای سود اوراق و پرداخت یکباره اصل پول در سررسید در مقایسه با پرداخت دوره‌ای اصل و فرع وام در شبکه بانکی که باعث می‌شود شرکت‌ها در سررسید اوراق با جریان نقدینگی خروجی قابل‌توجه‌ای مواجه باشند،
- محدودیت در موارد استفاده از وجوه نقد حاصل از تأمین مالی از طریق ابزارهای بدهی بازار سرمایه، به‌طوری‌که بیشتر اوراق تأمین مالی بازار سرمایه باید صرف خرید دارایی‌های مولد خاصی شود (ماشین‌آلات و دارایی‌ها در اوراق اجاره و مواد اولیه در اوراق مرابحه)،

صرف‌نظر از مشکلات یادشده، اعتماد بیشتر عموم به بانک‌ها به‌طور سنتی و نبود مؤسسات رتبه‌بندی باعث شده است رکن ضامن در ارکان انتشار اوراق تعریف شود که مجدداً ظرفیت ابزارهای بورسی را به شبکه بانکی وابسته کرده است. از طرف دیگر، قدمت بیشتر شبکه بانکی و جدیدبودن ابزارهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه باعث شده است به‌رغم تلاش‌هایی که مسئولان بازار سرمایه برای آشنایی فعالان اقتصادی و فرهنگ‌سازی استفاده از این ابزارها انجام می‌دهند، هنوز تعداد قابل‌توجه‌ای از شرکت‌ها با ادبیات تأمین مالی از طریق بورس بیگانه باشند.

راهکارهایی که به‌منظور حصل‌وفصل این چالش‌ها پیشنهاد می‌شود، به شرح زیر است:

- تشکیل شورای ثبات مالی به منظور سیاست گذاری‌های منسجم سازمان بورس، بانک مرکزی و بیمه مرکزی بر بازار مالی کشور؛
- هماهنگی بیشتر بازار پول و بازار سرمایه از جهت آموزش کارکنان بخش اعتباری بانک‌ها؛
- راه‌اندازی مؤسسات رتبه‌بندی و انتشار اوراق با ریسک و بازده مختلف؛
- اجازه انتشار اوراق بدون ضامن یا انتشار بخشی از اوراق یک ناشر بدون ضامن و بخشی با ضامن و ایجاد تفاوت در نرخ اوراق با توجه به وجود یا عدم وجود ضامن و نوع ضامن؛
- محدود کردن ضمانت تنها به سود اوراق و نه به اصل آن در اوراق اجاره؛
- امکان وثیقه‌گذاری اوراق‌بهادار به‌جای تأمین رکن ضامن در فرآیند انتشار اوراق بدهی؛
- فراهم‌کردن امکان تبدیل به سهام اوراق بدهی با هدف کاهش ریسک نکول بانی در بازپرداخت اصل اوراق در سررسید؛
- تدوین فرایند دقیق و روشن انتشار اوراق به همراه یک برنامه زمان‌بندی معین، تهیه سیستم الکترونیکی برای پایش فرآیند انتشار اوراق و نیز

Archive of SID
www.SID.ir

یکسان کردن یا ترکیب‌کردن بیانیه ثبت با طرح توجیهی تأمین مالی؛

- انتشار ابزارهای مالی با افزایش نرخ سود در سال‌های آتی. همچنین ایجاد امکان بازخرید اوراق برای بانی جهت کاهش هزینه مالی اوراق و ایجاد امکان عرضه خصوصی اوراق با نرخ ترجیحی.

بنابراین با توجه به چالشهای موجود، اوراق بهادار سازی در توسعه بازار سرمایه کشور موثر خواهد بود.

فهرست منابع

* اسلامی میلانی (۱۳۹۲)؛ تجزیه و تحلیل ساختار و عوامل اصلی تبدیل به اوراق بهادارسازی دارایی‌های شبکه بانکی، گزارش تحقیقاتی.
* جعفری و الله‌قلی؛ (۱۳۸۷) ،تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی، گزارش تحقیقاتی.
* سروش، (۱۳۸۷)؛ اوراق مشارکت رهنی؛ ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها، گزارش تحقیقاتی.
* سعیدی، (۱۳۸۷)؛ اوراق مشارکت رهنی؛ راهکار تأمین مالی بخش مسکن، گزارش تحقیقاتی.
* سعیدی-کرد (۱۳۸۹)، امکان‌سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهنی، مطالعه موردی بانک ملی ایران، گزارش تحقیقاتی.
* علی‌زاده-سیف‌الدینی، (۱۳۹۲)؛ تبدیل به اوراق بهادارسازی املاک و مستغلات، گزارش تحقیقاتی.
* میهنی، (۱۳۸۹) ؛ مدیریت ریسک با استفاده از ابزارهای مشتقه والگوی تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها، اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه، گزارش تحقیقاتی.
* موسویان، (۱۳۸۹) ؛تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق‌بهادار در بانکداری بدون ربا، گزارش تحقیقاتی.
* موسویان (۱۳۹۰)؛ اوراق‌بهادار (صکوک) بانکی؛ تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق‌بهادار در بانکداری بدون ربا، گزارش تحقیقاتی.
* رادپور وکیلی‌نیا (۱۳۹۳)، تأمین مالی شرکت‌های لیزینگ از طریق تبدیل به اوراق بهادار کردن قراردادهای واسپاری
* بررسی فرآیند انتشار اوراق رهنی و چگونگی به‌کارگیری آن، راهکاری نوین به منظورتأمین نقدینگی بانک‌ها (۱۳۸۹)؛ اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه، گزارش تحقیقاتی.
* مقررات احتیاطی تبدیل مطالبات رهنی موسسات اعتباری به اوراق بهادار مصوب کمیسیون اعتباری بانک مرکزی(۱۳۸۷).
* IIFM Sukuk Report (4th Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, Nov. 2014
* The Economics of Islamic Finance and Securitization, Andreas A. Jobst, IMF working paper
* Islamic Securitization After the Credit Crisis, Andreas A. Jobst, 2010
* Islamic Securitisation: Practical Aspects, Islamic Securitisation: Practical Aspects, Suleiman ABDI DUALEH .

یادداشت‌ها

[1]. Reverse Factoring
[2]. SPV, SPE ,SPC
[3]. Credit Enhancement

Archive of SID
www.SID.ir